Unternehmensbewertung

Praxis. Rechtsprechung. Kapitalmarkt.

3

2022

THEMA 1:
Synergieeffekte in der Unternehmensbewertung

THEMA 2:
Bewertung von Start-up-Unternehmen

THEMA 3:
IT-Services im Blickpunkt

HLB SCHUMACHER

INHALT

UNTERNEHMENSBEWERTUNG

Synergieeffekte in der Unternehmensbewertung 4

Bewertung von Start-up-Unternehmen 5

BRANCHENANALYSE

Branchenanalyse: IT-Services 9

RECHTSPRECHUNG UND LITERATUR

Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung 11

Der Börsenwert als (neuer) Referenzwert? 12

KAPITALKOSTEN

Kapitalkosten aktuell 14

EDITORIAL

Diplom-Kaufmann
Wolf Achim Tönnes
Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Rechtsanwalt, Of Counsel

Master of Science
Aydin Celik
Certified Valuation Analyst (EACVA e.V.), Senior Manager

Liebe Leserin, lieber Leser,

trotz eines herausfordernden Umfelds mit hoher Inflation und drohender Rezession ist derzeit weltweit ein hohes Transaktionsvolumen auf M&A-Märkten zu verzeichnen. Durch Übernahmen und Zusammenschlüsse versuchen Unternehmen sich Wettbewerbsvorsprünge zu erarbeiten. Ein bedeutender Aspekt in diesem Zusammenhang sind potentielle Synergieeffekte. Diese finden im Wertkonzept des sog. „objektivierten Unternehmenswerts“ des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland nur bedingt Berücksichtigung. Wie die bisherige Bewertungspraxis diesbezüglich ausgestaltet ist und welche Anpassungen an der bisherigen Vorgehensweise vorgenommen werden könnten, um mit dem objektivierten Unternehmenswert näher an einen „fairen Marktwert“ zu rücken, ist Gegenstand des ersten Beitrags.

Ebenfalls in einem stets herausfordernden Umfeld bewegen sich Start-up-Unternehmen. Ihre Umgebung ist regelmäßig geprägt von einer hohen Dynamik, welche oftmals aber auch große Chancen und ein riesiges Erfolgspotential verspricht. Gepaart mit einer kurzen oder gar fehlenden Unternehmenshistorie ergeben sich für Bewerter zahlreiche Besonderheiten, die im Rahmen einer Start-up-Bewertung zu berücksichtigen sind. In unserem zweiten Beitrag beschäftigen wir uns daher mit der Frage, vor welchen Schwierigkeiten klassische Bewertungsmethoden bei der Bewertung von Start-ups stehen und welche weiteren, passenderen Methoden herangezogen werden können.

Unser anschließender Service-Teil gibt wie üblich einen interessanten Einblick in die aktuelle Rechtsprechung und Literatur im Bereich der Unternehmensbewertung. Die Branchenanalyse dieser Ausgabe befasst sich mit den aktuellen Entwicklungen in der IT-Service Branche. Unser Rundschreiben endet mit aktuellen Werten für die Bestimmung von Betafaktoren und Kapitalkostensätzen für ausgewählte Branchen.

Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre.

Ihr Wolf A. Tönnes und Aydin Celik

AYDIN CELIK

Synergieeffekte in der Unternehmensbewertung

Unternehmerinnen und Unternehmer sind laufend bestrebt, den Wert ihrer Gesellschaft zu steigern. Dies kann unter anderem durch die Identifikation und das Heben von Synergiepotentialen erfolgen. Bei Unternehmenszusammenschlüssen stellen sie nicht selten den wesentlichen Treiber für die Transaktion dar. Neben der Identifikation ist für Zwecke der Unternehmensbewertung auch die Synergiebewertung von Relevanz.

In der aktuellen Fassung des Bewertungsstandards des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW S 1) werden Synergieeffekte unterteilt in echte und unechte Synergien. Unechte Synergien sind Synergien, die ohne die Durchführung der dem konkreten Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme und durch Kooperation des zu bewertenden Unternehmens mit einer Vielzahl nahezu beliebiger Partner realisiert werden können. Hierunter werden bspw. die Ausnutzung von Größen-/Mengeneffekten, ein verbessertes Cash-Management oder Kostenreduktionen durch die Zusammenlegung von Unternehmensteilen (Rechnungswesen, IT, etc.) gefasst. Echte Synergien hingegen können ausschließlich durch Kooperation bestimmter Unternehmen realisiert werden und sind damit abhängig von subjektiven Faktoren der beteiligten Transaktionsparteien und können nicht im Rahmen einer „stand-alone“ Bewertung („wie das Unternehmen steht und liegt“) realisiert werden. Unter echte Synergieeffekte werden bspw. ein spezifischer Know-how-Transfer, Bündelung der Forschungs- und Entwicklungspotentiale oder die Ergänzung der jeweiligen Produktportfolios der Unternehmen gefasst.

Im IDW S 1 ist das Konzept des sog. objektivierten Unternehmenswertes verankert. Dieses Konzept kommt bei Bewertungsanlässen zur Anwendung, in denen der Bewertende in der Funktion eines neutralen Gutachters auftritt, also bspw. im Rahmen der Ermittlung einer angemessenen Abfindung im Zusammenhang mit Squeeze Out Verfahren. Der objektivierte Unternehmenswert wird in der Praxis aber oftmals auch als Referenzwert für einen „fairen Marktwert“ herangezogen. Dass dies möglicherweise zu einer unsachgerechten Entscheidungsbasis führt, wird unter anderem bei Betrachtung der unterschiedlichen Berücksichtigung von echten und unechten Synergieeffekten im objektivierten Unternehmenswert des IDW S 1 in seiner aktuellen Fassung erkennbar.

Nach bisheriger Auffassung dürfen echte Synergieeffekte bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte nicht berücksichtigt werden, da sie auf subjektiven Faktoren beruhen, welche definitionsgemäß nicht in einen objektivierten Unternehmenswert gehören. Zudem würde die Berücksichtigung echter Synergieeffekte mit der Wurzeltheorie kollidieren, nach welcher bei Unternehmensbewertungen künftige Entwicklungen lediglich dann berücksichtigt werden dürfen, wenn sie ihre Wurzeln bereits zum Bewertungsstichtag haben. Anders als die echten Synergieeffekte werden unechte Synergieeffekte bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte berücksichtigt – aber nur dann, wenn die zur Hebung der Synergien notwendigen Maßnahmen bereits eingeleitet oder im bestehenden Unternehmenskonzept zumindest dokumentiert sind.

Bei dieser Ermittlungsweise ist der objektivierte Unternehmenswert stets gleich oder niedriger als der geringste Wert, zu dem ein Gesellschafter noch bereit ist, sein Unternehmen zu verkaufen („subjektiver Verkäufergrenzpreis“), da er im günstigsten Fall nur die

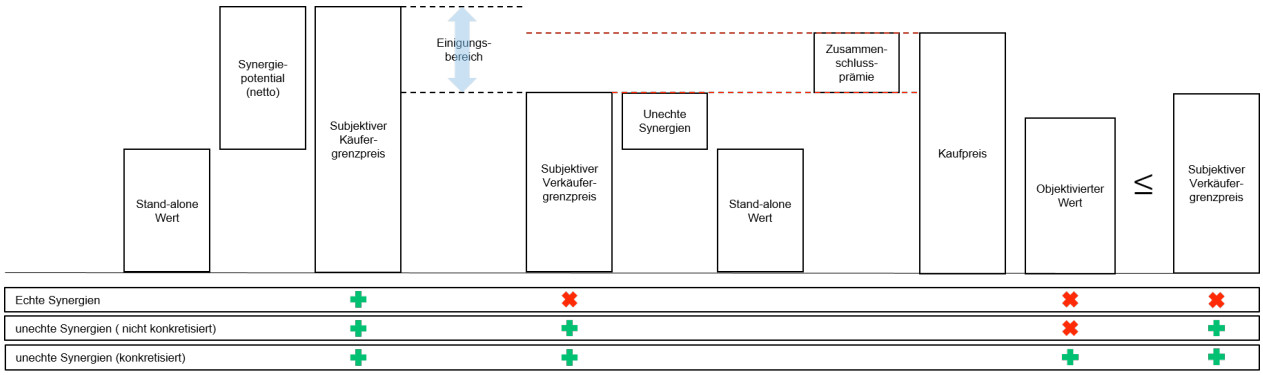

Abbildung 1

← Inhaltsverzeichnis

unechten, nicht aber die echten Synergien enthält. Wenn der objektivierte Unternehmenswert aber auch einen fairen Marktwert abbilden und damit als Orientierungspunkt für angemessene Kaufpreise dienen soll, müsste er oberhalb eines subjektiven Verkäufergrenzpreises liegen, da Kaufpreise typischerweise im sog. Einigungsbereich liegen, der durch subjektive Wertvorstellungen von Käufer und Verkäufer aufgespannt wird. Abbildung 1 verdeutlicht die Zusammenhänge.

Aus den dargestellten Gründen wird auch von Mitgliedern des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aktuell angeregt, die Berücksichtigung von Synergieeffekten im Rahmen von objektivierten Unternehmenswerten anzupassen und die diesbezüglichen Regelungen des IDW S 1 im aktuell laufenden Neufassungsprozess entsprechend zu ändern. Ihrer Auffassung nach müssten bei objektivierten Bewertungen, die ein gewisses Marktideal darstellen sollen, alle Synergien modelliert werden; schließlich würden in der Praxis am Markt hierfür Preise gezahlt.

Es wird deswegen vorgeschlagen, die Berücksichtigung von Synergieeffekten nicht an der Unterscheidung zwischen echten und unechten Synergien festzumachen, sondern lediglich davon, ob und wieweit bestimmte Synergien am Markt realisierbar sind. Im Vergleich zum aktuellen Konzept des objektivierten Unternehmenswertes stellt sich damit die Frage nach einer möglichst nachvollziehbaren („objektivierten") Verteilung von Synergien auf Käufer und Verkäufer. In der Praxis ist dies Ergebnis eines Verhandlungsprozesses: gelingt es dem Verkäufer, sich auch echte Synergien bezahlen zu lassen, die sich erst nach Durchführung der Transaktion und nur mit dem konkreten Käufer realisieren lassen? Im Bewertungsprozess soll dieses Ergebnis durch theoretische Modelle und zu entwickelnde Heuristiken abgebildet werden. Für die Bewertenden bedeutet dies, dass nicht nur eine Analyse und ein Verständnis des zu bewertenden Unternehmens notwendig ist, sondern auch seine Situation im Wettbewerbsumfeld und seine strategischen Optionen untersucht werden müssen (tiefer als dies ohnehin bereits notwendig ist).

Während bei der Betrachtung ausschließlich zweier Transaktionspartner noch relativ einfache Verteilungsrelationen festgelegt werden könnten (etwa 50:50 oder 100:0, abhängig von den konkreten Synergien und den Gegebenheiten des Einzelfalls), erschwert sich die Verteilung ungemein, wenn für einen oder für beide Transaktionspartner alternative Kooperationspartner bestehen, mit denen die in Rede stehenden Synergien gehoben werden könnten. In derartigen Situationen wäre nicht nur zu untersuchen, wie viele und welche Alternativen für das Gegenüber bestehen, sondern auch zu beurteilen, welchen Wert das Gegenüber aus einer Alternativtransaktion mit allen anderen ihm zur Verfügung stehenden strategischen Optionen ziehen könnte.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass Anpassungen am Konzept des objektivierten Unternehmenswertes notwendig sind, sofern dieser dem Anspruch eines „fairen Marktwertes" genügen soll. Mit der Forderung nach der Berücksichtigung von Synergieeffekten entsprechend ihrer subjektbezogenen Realisierbarkeit am Markt ergeben sich in der Praxis jedoch zahlreiche Beurteilungsfragen, die vermutlich zu einer höheren theoretischen Komplexität und einem höheren praktischen Aufwand in Unternehmensbewertungsprozessen führen werden. Ob und wie der FAUB die Berücksichtigung von Synergieeffekten tatsächlich in der Neufassung des IDW S 1 umsetzen wird, bleibt abzuwarten.

WOLF A. TÖNNES

Bewertung von Start-up-Unternehmen

Was sind Start-ups?

Wie der Name schon sagt, sind Start-ups junge, kürzlich gegründete Unternehmen. Sie sind gekennzeichnet durch hoch innovative Produkte/Dienstleistungen, Geschäftsmodelle und/oder Technologien und haben darüber hinaus das Ziel, stark zu wachsen und einen hohen Wert zu erreichen. Oftmals ist explizit der Verkauf des Unternehmens oder das Zusammengehen mit anderen Unternehmen bei Erreichen dieser Ziele bereits fest vorgesehen („Exit"). Geht man nach Branchen, so werden die meisten Start-ups in der Informations- und Kommunikationstechnologie gegründet; auch bei Gründung in anderen Branchen steht Technologie- und Softwareentwicklung sowie angewandte IT bei weitem im Vordergrund. Kennzeichnend sind die mit den Geschäftsmodellen verbundenen höheren Risiken. Es kann davon ausgegangen werden, dass 5 Jahre nach der Gründung nur noch zwischen 55 % und 65 % der Unternehmen am Markt tätig sind.

Das wirtschaftliche Leben eines Start-up durchläuft üblicherweise mehrere Entwicklungsphasen:

- Seed stage: Konzeptentwicklung, noch kein Umsatz / keine Nutzer
- Start-up stage: Fertigstellung eines marktreifen Angebotes, erste Umsätze und/oder Nutzer
- Growth stage: starkes Umsatz-und/oder Nutzerwachstum
- Later stage: etablierter Marktteilnehmer, Verkauf oder Börsengang ist erfolgt oder steht unmittelbar bevor
- Steady stage: Stagnation des Start-ups, kein starkes Umsatz-und/oder Nutzerwachstum

Der Hype um das Thema „Start-up" hat sich etwas gelegt. Dies mag daran liegen, dass gerade aktuell wirtschaftliche Probleme in den Vordergrund rücken werden, die für ein Gründungsklima nicht gerade förderlich sind. Aber auch langfristig ist die Gründerquote von rund 3,0 Gründungen je 10.000 Menschen um die Jahrtausendwende auf aktuell rund 1,2 zurückgegangen. Gleichwohl finden Unternehmensgründungen weiterhin statt, sodass es sich lohnt, einen Blick auf die Besonderheiten der Bewertung solcher Unternehmen zu werfen. Im Vordergrund stehen dabei Bewertungen in den ersten drei Lebensphasen, da sich im weiteren Verlauf die Bewertung mehr und mehr an die „klassische" Unternehmensbewertung angleicht.

Wo ist das Bewertungsproblem?
Die Probleme bei der Bewertung von Start-ups zeigen sich beim Vergleich mit der klassischen Unternehmensbewertung:

- Üblicherweise arbeitet die Unternehmensbewertung mit den zukünftig zu erwartenden Erträgen, die aus den Ist-Werten der Vergangenheit abgeleitet werden. Bei Start-ups stehen historische Daten in der Regel nicht zur Verfügung, sodass die Unternehmensplanungen nicht anhand der Vergangenheitsergebnisse plausibilisiert werden können – abgesehen davon, dass das Unternehmenscharakteristikum „starkes Wachstum" solche vergangenheitsbasierte Analysen ohnehin erschwert.
- Die künftig zu erwartenden Erträge (Business-Pläne) beruhen weitgehend auf Annahmen und sind mit hohen Unsicherheiten behaftet. Die Märkte für die Produkte müssen häufig noch geschaffen werden; es fehlen Vergleichsunternehmen, deren Entwicklung für die Unternehmensplanung herangezogen werden könnte.
- Das Marktpotenzial – also der Zeitraum in dem das Unternehmen starkes Wachstum generieren kann – muss abgeschätzt werden. Dabei muss auch die Reaktion möglicher Wettbewerber beachtet werden, die an profitablen Märkten ebenfalls partizipieren wollen („Marktzutrittsbarrieren").
- Letztendlich müssen die ermittelten zukünftigen Erträge angemessen diskontiert werden. Dabei spielt die Überlebenswahrscheinlichkeit des Unternehmens („Insolvenzrisiko") eine beachtliche Rolle – und zwar nicht nur grundsätzlich, sondern auch in Abhängigkeit von der Lebensphase, in der das Unternehmen sich zum Zeitpunkt der Bewertung befindet. Es liegt auf der Hand, dass das Risiko im seed stage ein höheres ist als im later oder steady stage.

Wie wird das Bewertungsproblem gelöst?
Es verwundert nicht, dass sich angesichts dieser Besonderheiten in der Praxis eine Vielzahl von Methoden zur Bewertung – in Abhängigkeit der Lebensphase des Unternehmens – herausgebildet haben (Siehe Abbildung 2).

Die **erste Gruppe** dieser Verfahren ist dadurch gekennzeichnet, dass sie die Bewertung mehr oder weniger deutlich anhand von Vergleichsunternehmen vornimmt. Dies ist z.B. der Fall bei der Heranziehung eigener Erfahrung oder der Verwendung von Multiplikatoren, die aus Verkäufen / Börsengängen („trading multiples") oder aus oder aus Branchen („industry multiples") abgeleitet werden, wobei als Basis für die Multiplikatoren regelmäßig Umsätze oder Ergebniswerte wie EBIT und EBITDA verwendet werden. In diese Kategorie gehört auch die Bewertung des Unternehmens anhand vergleichbarer Finanzierungsrunden anderer Unternehmen der gleichen Branche oder der gleichen Phase im Lebenszyklus. Diese Verfahren sind jedoch vorsichtig zu beurteilen. Zum einen zeichnen sich gerade Start-up-Unternehmen dadurch aus, dass sie nur schwer untereinander und mit reifen Unternehmen vergleichbar sind. Zum anderen sind Bewertungen anhand von „Erfahrungen" selten operational und intersubjektiv nachprüfbar.

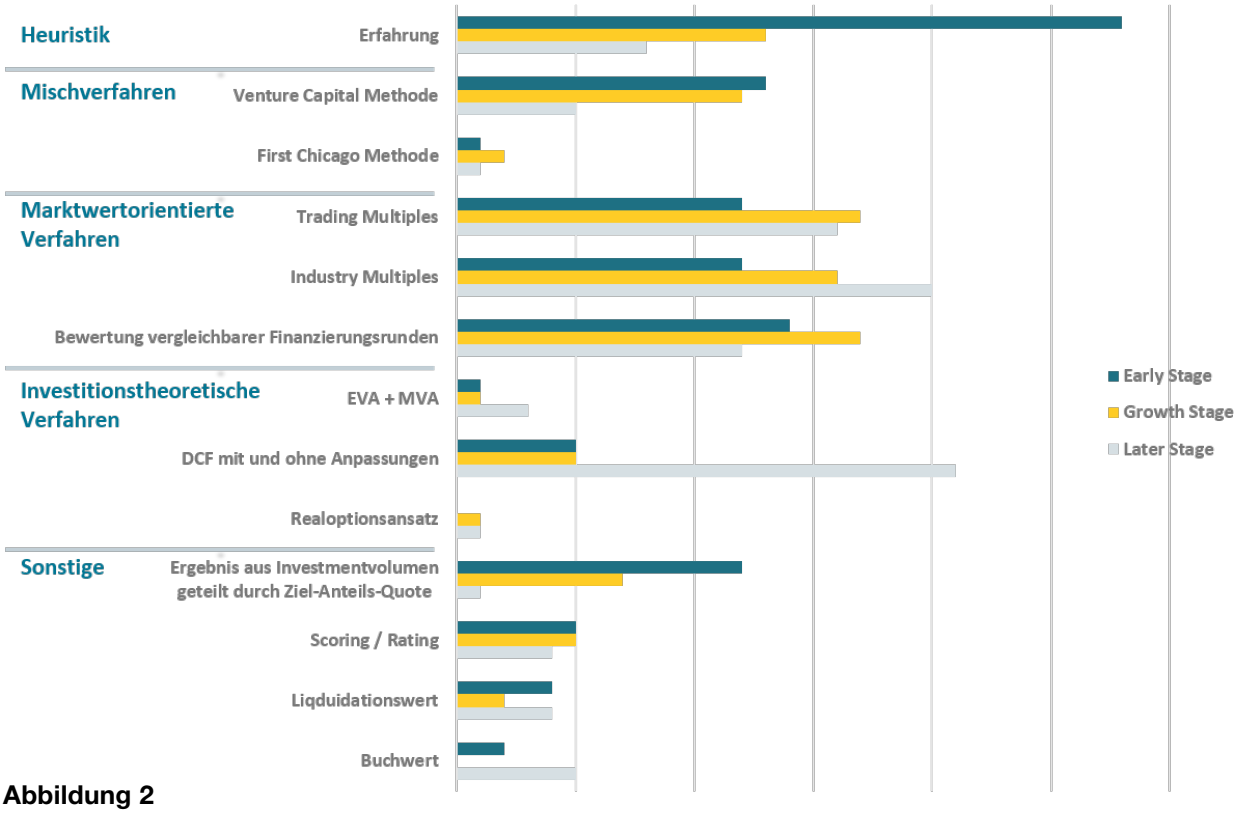

Abbildung 2

Gut sichtbar ist auch, dass die **zweite Gruppe** – „klassischen" DCF-Bewertungsverfahren – in den ersten Phasen des Lebenszyklus eines Start-up nur eine untergeordnete Rolle spielt und erst später zum Tragen kommt, wenn das Unternehmen bereits eine „Historie" entwickelt hat und die Produkt- und Marktaussichten zuverlässiger eingeschätzt werden können.

Die Nachteile der Bewertungsverfahren der ersten Gruppe versuchen Verfahren der dritten Gruppe zu vermeiden. Diese entwickeln Unternehmenswerte anhand von nachprüfbar offengelegten Algorithmen bezogen allein auf das zu bewertende Unternehmen.

Die „Venture Capital – Methode" führt zunächst eine Bewertung des Unternehmens durch, wie sie sich im „steady state" voraussichtlich ergeben wird. Zu diesem Zeitpunkt hat das Unternehmen die besonderen Merkmale eines Start-ups weitgehend verloren; aus der Sicht der Start-up-Investoren ist dies auch der Zeitpunkt, in dem üblicherweise die Engagements durch Veräußerung oder Börsengänge beendet werden. Dieser Unternehmenswert entspricht daher häufig dem „Exit-Preis". Diese „Exit-Bewertung" erfolgt nach klassischen Verfahren.

Ausgehend von dem Exit-Preis wird der Unternehmenswert für vorhergehende Perioden durch Diskontierung ermittelt, wobei der Diskontierungssatz von der gewünschten Rendite der Investoren abhängt. Die nachfolgende Darstellung verdeutlicht das Vorgehen für den Fall eines einzelnen Investors:

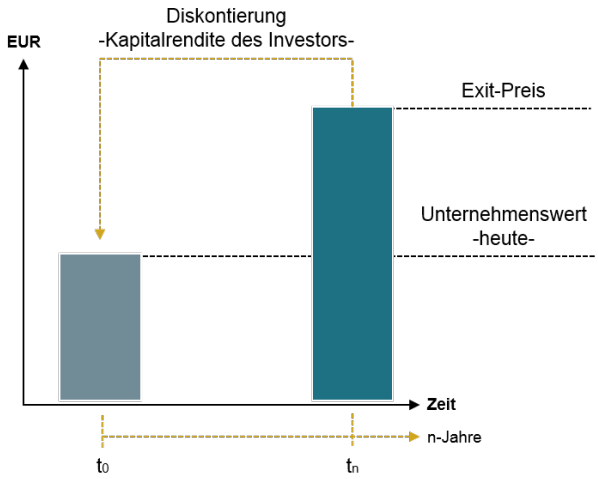

Abbildung 3

I.d.R. durchläuft ein Start-up mehrere Finanzierungsrunden, wobei die Renditeerwartung der Investoren umso höher ist, je früher das Stadium, in dem investiert wird. In diesem Fall muss die Diskontierung mehrstufig für jede Finanzierungsrunde erfolgen, was jedoch im Rahmen der VC-Methode problemlos darstellbar ist.

Die VC-Methode verschiebt damit das Prognoseproblem auf den Exit-Zeitpunkt. Dies ist hinnehmbar, weil das Unternehmen zu diesem Zeitpunkt besser mit bereits etablierten Unternehmen vergleichbar ist und für die von dort ausgehende Bewertung etablierte Verfahren zur Verfügung stehen. Das Problem besteht aber in der Festlegung des Exit-Zeitpunkts (3, 5, 10 Jahre ...?). Ferner zu beachten ist die Modellierung des Entwicklungspfades bis zu diesem Zeitpunkt; es kann nämlich nicht davon ausgegangen werden, dass die wirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens bis dahin stets linear verläuft.

Den unterschiedlichen Handlungsmöglichkeiten des Start-up bis zum Exit-Zeitpunkt trägt der Realoptions-Ansatz Rechnung. Hintergrund ist der Gedanke, dass ein Unternehmen umso wertvoller ist, je mehr Möglichkeiten (Optionen) es hat, sich im Laufe der Zeit ergebende Chancen wahrzunehmen bzw. Risiken zu vermeiden oder zu vermindern. Demzufolge setzt sich der Wert des Unternehmens zusammen aus dem Wert, der sich bei der wahrscheinlichsten Entwicklung ergibt, zuzüglich der Mehrwerte der verschiedenen Handlungsoptionen.

Hinzuweisen ist darauf, dass auch die “scale down” Optionen stets positive Wertbeiträge haben, da sie verglichen werden mit dem negativen Wertbeitrag, der sich ohne die Option ergeben würde. So führt zum Beispiel das Unterlassen von Investitionen in t1 deswegen zu einem positiven Wertbeitrag, weil die Durchführung dieser Investition unter den gegebenen Bedingungen nicht rentabel wäre und den Wert des Unternehmens sinken lassen würde.

Das Problem dieser Methode liegt in den Schwierigkeiten, die Realoptionen und deren Wertbeiträge jeweils widerspruchs- und überschneidungsfrei zu ermitteln. In der Praxis ist es nämlich in der Regel nicht so, dass alle Optionen gleich wahrscheinlich zur Verfügung stehen. Darüber hinaus hängen sie häufig auch jeweils voneinander ab, sodass bei Ausübung einer Option einige andere Optionen nicht mehr zur Verfügung stehen. Dies ist in dem Modell zu berücksichtigen.

Wenn ein Start-up mehrere Finanzierungsrunden durchläuft, liegt es nahe, den aktuellen Unternehmenswert aus den bei vorangegangenen Finanzierungsrunden ermittelten Werten abzuleiten. Allerdings kann der aus diesen Finanzierungsrunden ermittelte Wert eines neuen Anteils nicht ohne weiteres für die Werte der neuen Finanzierungsrunde verwendet werden. Dies liegt zum einen daran, dass – wie oben erwähnt – das implizite Risiko des Unternehmens im Laufe der Zeit sinkt, weil das zugrunde liegende Geschäftsmodell zunehmend am Markt verifiziert wird. Zum anderen behalten sich die Teilnehmer der vorausgehenden Finanzierungsrunden oftmals Sonderrechte vor, wie z.B. Liquidationspräferenzen, bevorzugte Abfindung im Falle des Verkaufs, Vorzugsdividenden, Mindestverzinsung des eingesetzten Kapitals usw. Im Ergebnis steigt der Wert der Anteile aus nachgelagerten Finanzierungen daher nicht linear mit dem Unternehmenswert, sondern hängt zusätzlich davon ab,

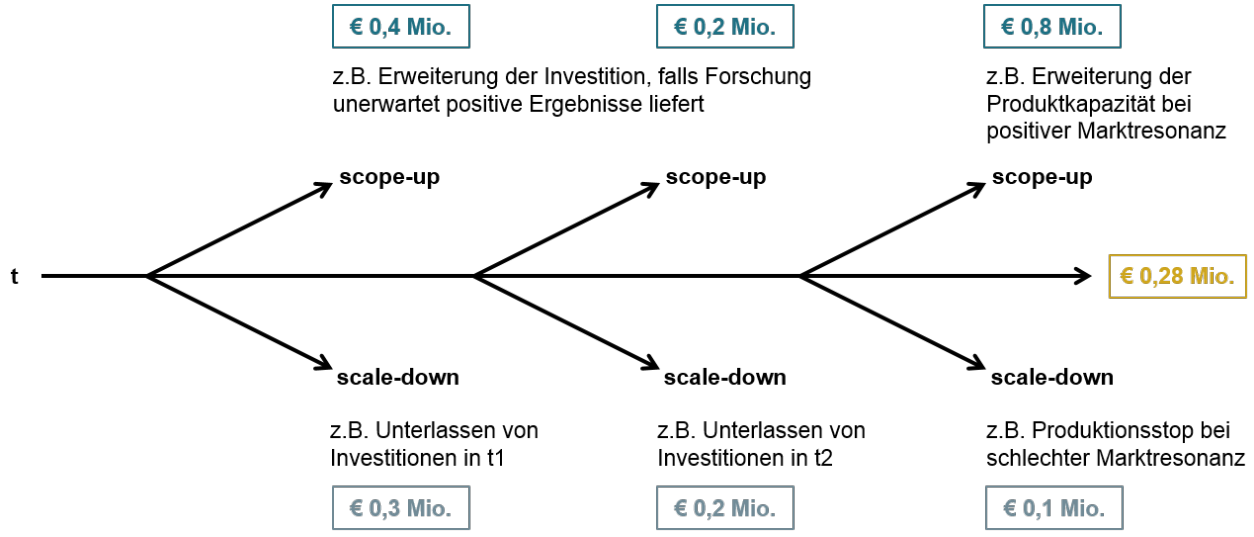

Abbildung 4

welcher Anteil des zusätzlichen Wertes auf die jeweils vorgelagerten Finanzierungen entfällt. Die Entwicklung des Unternehmenswertes weist dann „Knickpunkte" („Strikes") auf:

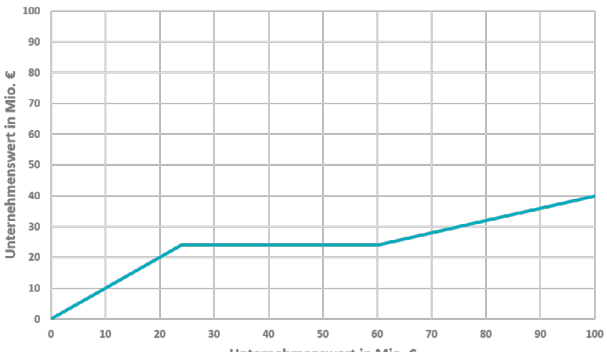

Abbildung 5

Die Methode des adjustierten letzten Investments beschreibt den Unternehmenswert als Summe mehrerer Optionen, die hintereinander gelegt genau diesen Wertverlauf abbilden. Diese Optionen können einzeln nach den einschlägigen Optionsmodellen (z.B. „Black Scholes") bewertet werden und bilden in ihrer Gesamtheit den Unternehmenswert ab. Dabei kann sowohl der Unternehmenswert aus den (feststehenden) Anteilspreisen der einzelnen Finanzierungsrunden wie auch umgekehrt der Anteilspreis aus dem angenommenen feststehenden Unternehmenswert abgeleitet werden. Der jeweils zu ermittelnde Wert (Anteilspreise oder Unternehmenswert) hängt neben dem feststehenden Wert von dessen Volatilität, den Strike Prices, dem sicheren Basiszins und dem angenommenen Exit-Zeitpunkt ab.

Was folgt daraus?

Für die Bewertung von Start-up-Unternehmen kann auf eine Vielzahl von Methoden zurückgegriffen werden. Anders als bei der klassischen Unternehmensbewertung wird diese Methodenvielfalt auch angewendet – und zwar umso häufiger, je früher der Entwicklungsstand des Unternehmens ist und je weniger gesicherte Daten zur Verfügung stehen. Aufgabe des Bewertenden ist es daher auch, die jeweils geeignete Bewertungsmethode zu identifizieren und konsequent umzusetzen. Der mit der Anwendung jeweils verbundene Kostenaufwand, der in Relation zur Genauigkeit und Nachvollziehbarkeit des Ergebnisses gesetzt werden muss, sollte dabei jedoch nicht außer Betracht gelassen werden.

JASMIN DAGHFOUS

Branchenanalyse: IT-Services

Informationstechnik gilt mittlerweile als wesentlicher Bestandteil von nahezu allen wirtschaftlichen Wertschöpfungsprozessen. Die IT-Service Branche bildet einen großen Anteil der Informationstechnik. Das Segment umfasst informationstechnologische Beratungsleistungen, Entwicklung und Programmierung von Software und Webseiten sowie den Betrieb von Rechenzentren bzw. die Datenverarbeitung selbst.

Die IT-Beratung machte zuletzt einen Anteil von rd. 40 % (2021) am Gesamtumsatz der Informationstechnik aus. In absoluten Werten betrug der Umsatz im Jahr 2021 rd. 41,4 Milliarden Euro, was gegenüber dem Vorjahr eine Steigerung von rd. 1,5 Milliarden Euro bzw. 3,76 % bedeutet. Der Marktanteil der anderen beiden Segmente verteilte sich in etwa gleich (32 % in dem Betrieb von Rechenzentren und 28 % in der Programmierung). Dabei sind knapp 98 % der IT Unternehmen im Bereich Software und Beratungsdienstleistungen tätig (2020).

Da die IT Branche sehr dynamisch ist, ergeben sich ständig neue Geschäftsfelder und Trends. Die Herausforderung für die Unternehmen ist es diese Trends frühzeitig zu erkennen und zu adaptieren. Vor allem Trends wie Cloud Computing, Big Data und Industrie 4.0 gewinnen immer mehr an Bedeutung.

Prognosen der Bitkom und EITO ergaben, dass für die kommenden Jahre 2022/ 2023 mit positiven Wachstumsraten in allen drei Segmenten zu rechnen ist. Dabei wird im Betrieb von Datenverarbeitungszentren von einem Zuwachs von rd. 6,2 % ausgegangen und für IT-Beratungen um etwa 3,8 %. Das größte Wachstum soll im Bereich der Programmierung stattfinden mit etwa 9 % im Vergleich zu den Vorjahren.

Das Branchenwachstum geht einher mit der zunehmenden gesellschaftlichen Bedeutung der Branche. Der jährlich aufgrund von Umfragen erstellte D21-Index, der den Zugang zur Digitalisierung, das Nutzungsverhalten, digitale Kompetenz und die Akzeptanz der Digitalisierung misst, verzeichnet seit Jahren ansteigende Werte und erreichte in Deutschland im Jahr 2020/2021 eine Gesamtpunktzahl von 63 / 100 Punkten, das bedeutet eine Steigerung von 5 Punkten im Vergleich zum Jahr 2019 / 2020. Aktuelle Herausforderungen, die in ihrer Relevanz immer mehr

gewinnen, lassen die Nachfrage nach IT-Lösungen stetig ansteigen. Laut einer Umfrage der ZEW ist es vor allem die Arbeit der Beschäftigten in den Unternehmen, die immer digitaler gestaltet wird. Durch die Digitalisierung zentraler Wirtschaftsbereiche steigen die Anfragen nach IT-Experten.

Vor diesem Hintergrund ist das Umsatzvolumen in der IT-Beratung in den letzten Jahren stark gestiegen und verzeichnete in den Jahren 2015-2019 ein Wachstum von durchschnittlich 2,48 %. In den darauffolgenden Jahren 2020 und 2021 kam es dann zu einem Umsatzrückgang von durchschnittlich 2,4 %, da sich viele Unternehmen mit IT-Investitionen und Digitalisierungen angesichts der Corona-Pandemie zurückhielten. Neben den Umsatzrückgängen sank auch die Anzahl der IT-Unternehmen. Trotz dieser Rückgänge ist bis zum Jahr 2025 mit einem starken Umsatzwachstum um knapp 75 % zu rechnen. Das Research- und Beratungsunternehmen Gartner prognostiziert für die kommenden Jahre weltweit einen Anstieg der IT-Ausgaben. Schon im Laufe dieses Jahres soll es in Deutschland zu einem überdurchschnittlichen Anstieg der Umsätze von etwa 3,7 % im Vergleich zu den Vorjahren kommen.

Der Markt für selbstständig betriebene Rechenzentren ist ebenfalls stark wachsend. Nach einer aktuellen Studie der Bitcom sind – gemessen an der maximalen Stromaufnahme der installierten Hardware – die Kapazitäten zwischen 2016 und 2021 um 30 % gewachsen. Aktuell gibt es etwas mehr als 3.000 Rechenzentren mit mehr als 40 kW IT-Anschlussleistung in Deutschland; aus technischen Gründen liegt der Schwerpunkt dieser Rechenzentren im Rhein-Main-Gebiet. Insgesamt gibt es etwa 50.000 kleinere IT-Installationen und Rechenzentren in Deutschland. Begründet ist das Wachstum im Rechenzentrumsmarkt insbesondere durch den zunehmenden Ausbau von Cloud Computing Angeboten in Deutschland sowie steigenden Anforderungen an die Datensicherheit. Während sich die Kapazitäten in Cloud-Rechenzentren zwischen 2016 und 2021 um 150 % erhöht haben, stagnierten die traditionellen Rechenzentren auf konstantem Niveau. Auch zukünftig werden die Kapazitäten der Rechenzentren in Deutschland weiter zunehmen, bis zum Jahr 2025 werden sie gegenüber 2021 voraussichtlich um über 20 % ansteigen. Treiber dieser Entwicklung ist die steigende Bereitschaft von Unternehmen, das eigene Rechenzentrum aufzugeben sowie das stetige Wachstum des Cloud Computing. Die Entwicklung dieses Marktsegmentes ist stabil und durch die Corona Pandemie praktisch nicht beeinflusst worden.

Das Segment „Programmierung“ ist eng mit dem Segment „Beratung“ verbunden. Die Anpassung bestehender Standardprogramme an individuelle Anforderungen („Customizing“), die auch ergänzende individuelle Programmierung umfassen kann, ist oftmals wesentlicher Bestandteil der Beratungsleistung. In der Vergangenheit verzeichnete der Umsatz des Segments ein konstantes Wachstum, welches auch während der Corona-Pandemie anhielt. Durch die Lockdowns wurde immer mehr Homeoffice betrieben, was unter anderem die Nachfrage nach Cloud Computing sehr angeregt hat. Auch in den kommenden Jahren sieht es – laut einer aktuellen Studie der Bitkom – vielversprechend aus. Mit einem geschätzten Umsatzwachstum für die nächsten zwei Jahre von durchschnittlich 9 % soll bereits Ende 2022 das Segment „Programmierung“ das größte Umsatzwachstum in der gesamten Branche aufweisen. Das entspricht einem prognostizierten Marktvolumen von 32,4 Milliarden Euro für 2022. Vor allem cloudbasierte Softwarelösungen werden das Wachstum des Segments in Zukunft antreiben. Der Trend geht dabei zu Hybrid-Clouds, also eine Kombination aus Private und Public Cloud. Es ist damit zu rechnen, dass gegen Ende 2022 die Hybrid Cloud zum neuen Standard für Unternehmen wird.

Die Branche verzeichnete zuletzt rd. 94.000 Unternehmen (2020). Dabei erzielte das umsatzstärkste Unternehmen Accenture etwa 2.200 Millionen Euro Umsatz. Dennoch fallen die Marktanteile der vier größten Branchenakteure gering aus. Kein Marktakteur erwirtschaftet mehr als 5 % des Gesamtumsatzes, wodurch man auf eine starke Marktfragmentierung schließen kann. Die IT-Branche charakterisiert sich mit eher geringen Markteintrittsbarrieren und wies in den vergangenen Jahren ein kontinuierliches Wachstum auf, welches jedoch durch die Corona-Pandemie gedämpft wurde.

Bei Betrachtung der Import- und Exportwerte ist ein steigender Bezug von ausländischen IT Serviceleistungen zu beobachten. Dabei kam es 2021 zu einem Importüberhang von knapp 6,8 Milliarden Euro. Die wesentlichen Treiber dieser Entwicklung sind dabei die Kostenreduktion sowie die hoch qualitativen Angebote seitens der externen Anbieter. Nach wie vor ist Indien für den Bezug von IT Dienstleistungen deutscher Unternehmen sehr beliebt. Das liegt unter anderem an den guten Fach- sowie Englischkenntnissen,

← Inhaltsverzeichnis

aber auch an den gemeinsamen Standards wie ITIL oder CMM. Neben dem hoch qualitativen Angebot sind die Kosten für IT-Services geringer im Vergleich zu anderen Ländern. Neben Indien sind auch Länder wie China und Vietnam beliebt, besonders wenn es um die Programmierung von Software und Webseiten geht.

Der verstärkte externe Bezug von Serviceleistungen hängt auch mit dem Fachkräftemangel in Deutschland zusammen. In vielen Unternehmen kommt es aufgrund der hohen Nachfrage und der problematischen Personalsituation oftmals zu Warteschlangen für die Kunden oder zu Ablehnungen von Projektanfragen. Der Fachkräftemangel ist ein ernstzunehmendes Problem für die wachsende Branche. Es ist zudem zu beobachten, dass große Marktakteure wie Accenture und Capgemini verstärkt in die Werbung um Mitarbeiter investieren und zudem spezialisierte IT-Beratungsunternehmen aufkaufen um ihre Position am Markt zu sichern und um den Fachkräftekampf innerhalb der Branche zu gewinnen.

Die Konzentration innerhalb der Branche ist eher moderat und wird sich auch auf Grund der Personalsituation in den nächsten fünf Jahren voraussichtlich nicht verschärfen. Daher sind große Unternehmen aufgrund der zunehmenden Aufträge nicht automatisch im Vorteil gegenüber kleineren, da auch sie nicht über genügend Personal verfügen, um die Anfrage zu bearbeiten.

Fazit

Die Corona Pandemie hat das Wachstum des IT-Services etwas verlangsamt. Durch schwindende Umsätze bei den Unternehmen wurden die Investitionen für Informationstechnik zurückgestellt. Dies betrifft allerdings Programmierung und Beratung mehr als die Rechenzentrums-Dienstleistungen. Dennoch wird die Branche in den kommenden Jahren voraussichtlich ein starkes Wachstum erleben, aufgrund der steigenden IT Budgets der Unternehmen. Das Thema Digitalisierung wird immer mehr in den Vordergrund gerückt, was sich in einer steigenden Nachfrage nach IT-Beratungen widerspiegeln wird. Der Fachkräftemangel wird langfristig jedoch immer noch problematisch für die Entwicklung der Branche sein. Der Einkauf von Leistungen wird daher für viele Unternehmen immer mehr an Bedeutung gewinnen. Die Marktkonzentration wird sich in den kommenden Jahren vermutlich nicht verstärken, dennoch ist eine Veränderung am Markt erkennbar, die in Zukunft die Marktkonzentration beeinflussen könnte. Durch zunehmende Zusammenschlüsse versuchen Unternehmen ihren Spezialisierungsgrad zu erhöhen, wodurch sich mit der Zeit vermutlich positive Synergien ergeben werden. Dadurch werden sie sich von ihren Konkurrenten deutlich abheben, da sie neben Standardlösungen auch komplexere Probleme lösen können. Sie sind in der Lage ihr Angebot besser auf die Kunden abzustimmen.

Risiken der Entwicklung sind neben dem erwähnten Fachkräfte-Mangel gerade auch die Spezialisierung. Gerade kleinere Programmierer und Beratungshäuser sind häufig von hoch qualifizierten Inhabern oder Mitarbeitern abhängig, die ihrerseits stark umworben werden. Risikoerhöhend wirkt auch die Abhängigkeit von Projektgeschäften; hiervon sind allerdings Anbieter skalierbarer Lösungen und Rechenzentren weniger betroffen als Unternehmen, die mit starker Kundenorientierung arbeiten. Dagegen spielt die Unternehmensgröße und die Marktkonzentration derzeit keine besondere Rolle, da einerseits die Eintrittsbarrieren für neue, innovative Unternehmen niedrig sind und andererseits in dem dynamisch wachsenden Markt alle bestehende Unternehmen ein Auskommen haben, so dass Strategien „externen Wachstums um jeden Preis“ wenig erfolgversprechend erscheinen.

RECHTSPRECHUNG

Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung

Zur Notwendigkeit der Einholung weiterer Sachverständigengutachten sowie wissenschaftlicher Studien zur Schätzung des Unternehmenswertes; OLG Düsseldorf 09.05.2022 (I-26 W 3/21)

Das OLG Düsseldorf hatte in der zu besprechenden Entscheidung einige Fragen zum Umfang des Amtsermittlungsgrundsatzes in Spruchverfahren zu beantworten und hat dabei die bisherigen Linien der Rechtsprechung weitgehend fortgeschrieben.

Das Gericht stellt zunächst fest, dass sowohl die Wahl der Bewertungsmethode als auch die Regeln, nach denen die Ertragsprognose und der Zinssatz ermittelt werden, dem Bewertungsziel entsprechen müssen, den „wirklichen“ oder „wahren“ Wert des Anteilseigentums zu ermitteln und in der Wirtschaftswissenschaft anerkannt und praktisch gebräuchlich sein müssen. Eine einzige Regel, die zu einem einzigen richtigen Ergebnis führt existiere nicht. Ein – hier im Auftrag der Mehrheitsgesellschafterin erstelltes –

Bewertungsgutachten, das durch den gerichtlich bestellten sachverständigen Prüfer akzeptiert worden sei, könne eine geeignete Grundlage für die gerichtliche Schätzung des Unternehmenswertes bieten, wenn diese Kriterien eingehalten und fachgerecht und methodensauber umgesetzt worden seien. Der Schutz der Minderheitsaktionäre gebiete es grundsätzlich nicht, neben dem sachverständigen Prüfer einen weiteren gerichtlichen Sachverständigen hinzuzuziehen. Dies sei nur dann erforderlich wenn nach Anhörung des sachverständigen Prüfers weiterer Aufklärungsbedarf bestehe und weitere Klärung durch ein solches Sachverständigengutachten zu erwarten sei.

Tauglich für die Schätzung der Marktrisikoprämie seien alle Werte, die nach anerkannter und gebräuchlicher Methodik ermittelt worden sein. Daher seien für die gerichtliche Schätzung grundsätzlich alle Werte ohne weiteres akzeptabel, die innerhalb der Bandbreite der – bezogen auf den Bewertungszeitpunkt – in einschlägigen betriebswirtschaftlichen Untersuchungen und in der Bewertungspraxis herkömmlich anzutreffenden und daher anerkannten und gebräuchlichen Werte für Marktrisikoprämie liegen. Insbesondere gelte dies für die Werte, die sich innerhalb der Spanne der vom IDW jeweils empfohlenen Bandbreiten hielten. Die Empfehlungen des IDW seien zwar keine Rechtsnormen, gelten aber – wenn auch nicht unbestritten, so doch anerkannt – als Expertenauffassung. Es sei nicht Aufgabe des Gerichtes, im Rahmen seiner eigenen Schätzung des Unternehmenswertes umfassende wissenschaftliche Studien zur Höhe der Marktrisikoprämie als einer letztlich ohnehin nicht zweifelsfrei ermittelbaren Größe durchzuführen, wenn diese „Vereinigung der deutschen Wirtschaftsprüfer“ auf dem fraglichen Gebiet einer Bandbreite bekannt gebe, die zwar gegebenenfalls diskussionswürdig aber nicht unvertretbar erscheine.

Die Entscheidung reiht sich ein in eine Serie von Beschlüssen, die die Bestimmung wesentliche Parameter eines Unternehmenswertes im Ergebnis in die Hände von Sachverständigen legen. Dies wird regelmäßig damit begründet, dass ein Gericht nicht berufen sei, betriebswirtschaftliche Streitfragen zu klären. Inwieweit dies (noch) dem Amtsermittlungsgrundsatz – also der Pflicht, die tatsächlichen Grundlagen der Entscheidung vollständig zu erfassen – entspricht, sei dahingestellt. Jedenfalls aber wird man fordern müssen, dass der Sachverständige den Weg, auf dem er zu einer bestimmten Entscheidung gelangt, plausibel und nachvollziehbar darlegt, damit das Spruchgericht die Angemessenheit des gefundenen Wertes beurteilen kann. Andernfalls kann es zu einer Situation kommen, nach der – im Sinne einer „self fulfilling prophecy“ – ein Unternehmenswert schon deswegen richtig ist, weil er von jedermann nach gleichen Verfahren und gleichen resultierenden Parametern berechnet wird.

BLICK IN DIE LITERATUR

Der Börsenwert als (neuer) Referenzwert?

Unter dieser Überschrift analysiert Ruiz de Vargas in NZG 2022, 599 das in unserem letzten Mandantenrundschreiben bereits besprochene Urteil des OLG München vom 14.12.2021 (31 Wx 190/20).

Der Verfasser konstatiert eine fundamentale Änderung der Bedeutung des Börsenwertes für die Unternehmensbewertung in gerichtlichen Verfahren. Während es bisher ausgemacht war, dass für die Bewertung primär auf die Ertragswertmethode abzustellen sei und Börsenkurse allenfalls für die Plausibilisierung der gefundenen Werte und – im Sinne der DAT/Altana-Entscheidung – als Wertuntergrenze heranzuziehen waren, stellt das OLG München sowohl für die Bestimmung der angemessenen Abfindung nach § 305 AktG wie für die Bemessung der Ausgleichszahlung nach § 304 AktG auf den Börsenwert als primäre Schätzgrundlage ab und ordnet ihm damit die Funktion eines Referenzwertes zu. Das Gericht setzt sich damit in Widerspruch zu der Auffassung des IDW, dass die vorrangige oder alleinige Maßgeblichkeit des Börsenkurses als Schätzer des wahren Wertes eines Unternehmens verworfen hatte.

Es besteht grundsätzliche Einigkeit in Literatur und Rechtsprechung, dass zwischen dem Desinvestitionswert – also der Wert, zu dem ein Anteilsinhaber seine Anteile verkaufen könnte – und dem wahren Wert des Unternehmens zu unterscheiden ist. Nach den Grundsätzen der DAT/Altana- Entscheidung spiegelt dabei der Börsenkurs den Desinvestitionswert wieder, während der wahre Wert ggf. darüber hinausgehen kann. Wegweisend für die Entscheidung des OLG München war daher die Frage, ob und unter welchen Bedingungen der Börsenkurs auch den wahren Wert eines Unternehmens widerspiegeln kann. Hierfür nennt Ruiz de Vargas abgeleitet aus der gerichtlichen Entscheidung zwei Voraussetzungen:

- Irrelevanz von Insiderwissen
  Es ist umstritten, ob für die Ermittlung des wahren Wertes eines Unternehmens sämtliches über das Unternehmen verfügbare Wissen – also auch nicht öffentlich verfügbares Insiderwissen – berücksichtigt werden muss (sog. „strenge Informationseffizienz“) oder ob allein auf das am Markt vorhandene öffentliche Wissen („halbstrenge Informationseffizienz“) abgestellt werden kann (vgl. Großfeld/Egger/Tönnes, Recht der Unternehmensbewertung 9. Aufl. Tz. 701 ff). Nur bei Geltung der „halbstrengen Informationseffizienz“ können Börsenkurse überhaupt für die Bewertung herangezogen werden. Fraglich sei daher, ob Minderheitsaktionäre, die über keine privilegierten (Insider-) Informationen verfügen, sich auf eine überlegene Information bei der Bewertung berufen können und damit letztlich „Hoffnungswerte“ vergütet erhalten.

- Vorhandensein liquider Märkte
  Eine ordnungsgemäße und zeitnahe Umsetzung der vorhandenen Marktinformationen setzt einen entsprechend liquiden Markt voraus, der diese Information zu verarbeiten hat. Das Gericht beschäftigt sich daher eingehend mit der Frage des liquiden Marktes und misst dies an Kriterien wie Anzahl der Handelstage, Kursabweichungen zwischen zwei festgestellten Kursen (vgl. § 5 IV WpÜG-AV), Bid-Ask-Spread, vorhandener Freefloat und tägliches Handelsvolumen.

Ruiz de Vargas kommt zu dem Schluss, dass die durch die Rechtsprechung veranlasste stärkere Bedeutung des Börsenkurses dazu führen müsse, Abweichungen zwischen dem im Ertragswertverfahren ermittelten Anteilswert und dem Börsenkurs deutlich intensiver als bislang zu analysieren. Bei normaler Verfassung der Kapitalmärkte (liquide Märkte) könne es bis auf die fehlende Berücksichtigung von wert- und preisrelevantem Insiderwissen keine wesentlichen, dauerhaft einseitigen Diskrepanzen geben. Erhebliche ungeklärte Abweichungen sprächen – in Anwendung der OLG-Entscheidung – dann eher gegen die Plausibilität des Ertragswertes.

Nicht eingegangen wird in dieser Urteilsbesprechung auf die Bedeutung des Urteils für die Bewertung nicht börsennotierter KMU´s. Hier steht ein Börsenkurs als Referenzwert naturgemäß nicht zur Verfügung. Die Frage nach dem Umfang der für die Bewertung heranzuziehende Informationen kann jedoch auch hier eine Rolle spielen, wenn z.B. bei einer Auseinandersetzung zwischen Gesellschaftern einzelne Gesellschafter zulässig über weiterführende wertbeeinflussende Informationen verfügen. Das Problem ist dann eng verbunden mit der im obigen Beitrag dargestellten Berücksichtigung von Synergien.

Überlegungen zum Referenzindex

Das der Unternehmensbewertung zugrunde liegende Modell des CAPM geht davon aus, dass rational handelnde Investoren Alternativanlagen in einem möglichst breit gestreuten Marktportfolio tätigen, da durch die Streuung das sog. „unsystematische“ Anlagerisiko minimiert wird. Der Anleger kann – theoretisch – sein Portfolio aus den verfügbaren Anlagen verschiedener Risikostufen so lange diversifizieren, bis er genau das von ihm gewünschte Gesamtrisiko des Portfolios erreicht hat. Das Marktportfolio wird dabei regelmäßig durch einen Aktienindex („Referenzindex“) abgebildet.

Witte/Aschauer/Purtscher gehen in ihrem Beitrag (WPg 2022, 754) in der Frage nach, welche Überlegungen für die Auswahl des Referenzindex angestellt werden sollten.

Ausgangspunkt der Überlegungen ist die Feststellung, dass die Anleger Anlagemöglichkeiten ihres eigenen Marktes mehr oder weniger stark übergewichten (sog. „Home Bias“). Die Verfasser nennen hierfür folgende Gründe:

- Hindernisse für ausländische Investitionen
  Die (höheren) Kosten einer Investition in ausländische Aktien führen zu einer Minderung der erwarteten Renditen. Solche Kosten können sich aus regulatorischen Einschränkungen, Transaktionskosten oder Unterschieden in rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen ergeben.

- Informationsasymmetrien
  Investoren haben in der Regel bessere Informationen über inländische als über ausländische Aktien bzw. Unternehmen. Die Kosten der Informationsbeschaffung sind bei ausländischen Aktien tendenziell höher.

- Verhaltensbasierte Faktoren
  Psychologische bzw. verhaltensbasierte Faktoren führen dazu, dass Investoren eine irrationale Präferenz für inländische Anlagen aufweisen; sie neigen dazu, Aktien vermeintlich vertrauter bzw. bekannter Unternehmen aus dem eigenen Heimatland zu bevorzugen, da sie ein Unbehagen gegenüber ausländischen Unternehmen verspüren.

- Hedging von Heimatland-Risiken
  Die Investition in inländische Aktien kann ihrerseits eine Absicherung für Inlandspezifische (Inflation-, Währung-, Konsum-) Risiken sein, da sich inländische Aktien vergleichsweise stärker im Einklang mit dem heimischen Markt entwickeln.

Die Verfasser fordern, dass sich die Wahl des Referenzindex bei der Ermittlung von Grenzpreisen an der tatsächlichen Veranlagung von Käufern bzw. Verkäufern orientieren solle. So habe in der Vergangenheit sowohl die EZB wie auch die EU-Kommission ein deutliches Home-Bias für alle EU-Staaten festgestellt, wobei allerdings der „Intra-EU Home Bias" leicht niedriger als der „Extra-EU-Home Bias" ausfiel – die Hemmschwelle für Anlagealternativen in EU-Unternehmen als niedriger war, was wiederum auf die zunehmende Integration der Finanzmärkte innerhalb der EU zurückgeführt wurde.

Vor diesem Hintergrund wird der Home Bias für österreichische Investoren detailliert untersucht. Die Verfasser kommen zu dem Ergebnis dass die Renditeforderung eines durchschnittlichen österreichischen Investors am besten aus einem Aktienindex abgeleitet werden können, der einen überwiegenden Anteil österreichischer Aktien enthält. Weder ein weltweiter Index (z.B. MSCI World) noch ein europäischer Index (z.B. STOXX Europe 50) könne als repräsentativer und geeigneter Referenzindex angesehen werden.

Diese Erkenntnis sei auch auf den deutschen Markt übertragbar, wo das Home Bias – möglicherweise bedingt durch vielfältigere Diversifikationsmöglichkeiten im inländischen Markt – tendenziell noch höher sei.

Zu diesem Beitrag sei ergänzend bemerkt, dass die Ermittlung von Betafaktoren sinnvollerweise nur als Korrelation zu dem jeweiligen heimischen Aktienmarkt durchgeführt werden kann. Wird daher eine Peer Group aus ausländischen Aktien gebildet und ein inländischer Index als Referenzindex gewählt, müssen die Betafaktoren umgerechnet werden. Hiermit beschäftigt sich ein Aufsatz von Ruiz de Vargas/Breuer in der Festschrift zum 85. Geburtstag von Bernhard Großfeld, S. 355.

KAPITALKOSTEN

Kapitalkosten aktuell

Basiszinssatz

Der Basiszinssatz stellt die risikolose Komponente im Kapitalisierungszinssatz dar und berechnet sich auf Grundlage von Bundesbankdaten zu Renditeerwartungen börsennotierter Bundeswertpapiere. Wirtschaftliche Entwicklungen und Prognosen, die diese Renditeerwartungen beeinflussen, wirken auch auf den Basiszinssatz.

Abbildung 6 zeigt den Verlauf des Basiszinssatzes im aktuellen Kalenderjahr. Abgebildet sind die Stichtagswerte, welche sich auf Basis von Zinsstrukturkurven einzelner Stichtage ergeben sowie die 3-Monatsmittel, welche auf Durchschnitten von Zinsstrukturkurven der drei Monate vor den jeweiligen Stichtagen basieren. Letztere sind die Grundlage für die nach IDW-Empfehlung zu verwendenden, gerundeten Werte.

Der seit Beginn dieses Jahres erkennbare Anstieg des 3-Monatsmittels ist nach wie vor intakt. Während bei den Stichtagswerten zeitweise ein deutlicher Rückgang zu verzeichnen war (von rd. 1,9 % Ende Juni auf rd. 1,0 % Anfang August), hat sich das 3-Monatsmittel bisher lediglich stabilisiert und beläuft sich seit Ende Juli auf rd. 1,4 % bzw. gerundet entsprechend den Empfehlungen des IDW auf 1,5 %.

Wesentlicher Treiber dieser Entwicklung im Basiszins dürfte die anhaltend hohe Inflation sein. Erst kürzlich hat der Präsident der US-amerikanischen Notenbank FED angekündigt, weitere Zinsanpassungen vorzunehmen, um die Inflation in den Griff zu bekommen, auch wenn dies „schmerzhaft" für die Kapitalmärkte sein dürfte. Auch auf europäischer Ebene gehen Experten davon aus, dass die EZB ein höheres Tempo bei ihren geplanten Zinserhöhungen an den Tag legen wird. Insgesamt ist in der aktuellen Situation unklar, wie die künftige Entwicklung aussehen wird und wann die Inflation ihren Höhepunkt erreicht. Unabhängig hiervon ist aber davon auszugehen, dass keine schnelle Rückkehr zur Politik des billigen Geldes erfolgen wird, sondern zunächst Korrekturen der hierdurch verursachten Vorwegnahme von Wohlstandsgewinnen vollzogen werden.

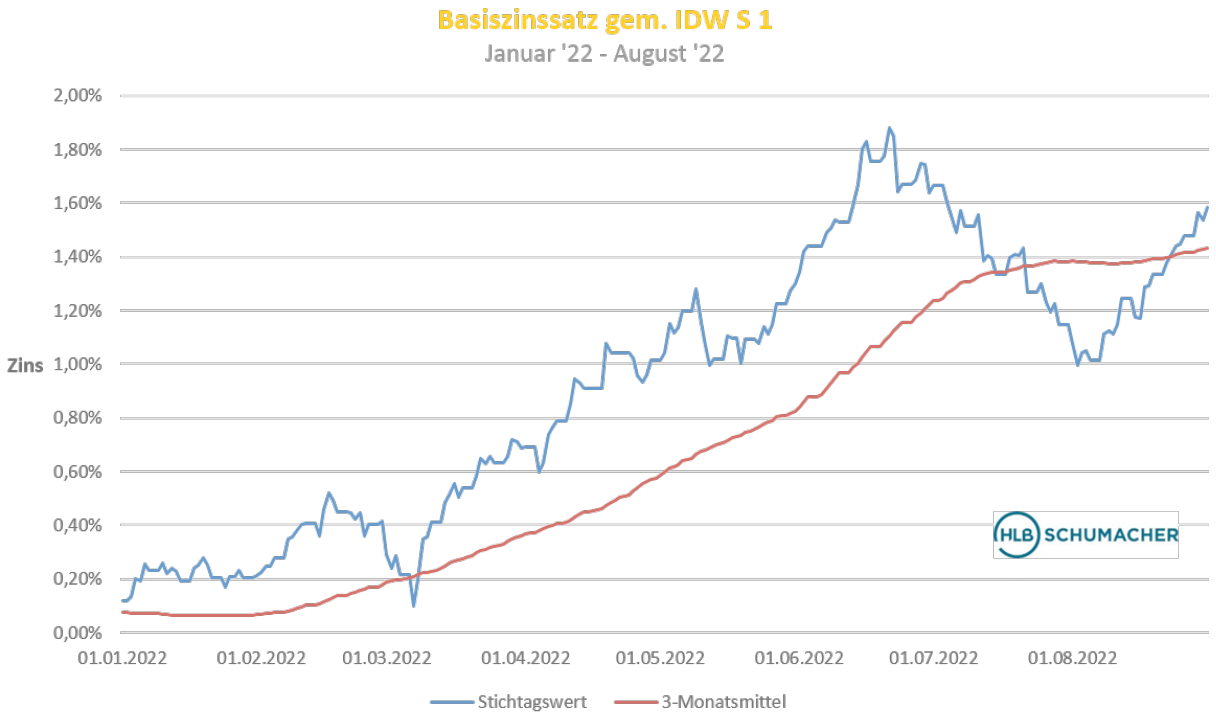

Abbildung 6

Wenngleich die Intensität des aktuellen Anstiegs des Basiszinssatzes sehr hoch ist, so ist doch festzuhalten, dass das absolute Zinsniveau im Vergleich zur Vergangenheit nach wie vor niedrig ist. Gleichwohl ist es für Unternehmensbewertungen im aktuellen Umfeld umso mehr von Bedeutung, diesen Basiszinsanstieg im Gesamtkontext mit den übrigen Zinsparametern, aber auch der Planung der künftigen Ertrags-/Zahlungsüberschüsse zu betrachten und nicht pauschal zu unterstellen, dass hiermit Unternehmenswertverringerungen einhergehen. Schließlich entsteht Inflation auch dadurch, dass einige Akteure Preissteigerungen durchsetzen und an ihre Kunden weitergeben, wodurch sie höhere Umsätze und möglicherweise auch höhere Gewinne erzielen.

Unternehmensbewertungen im aktuellen Umfeld sollten daher auf den spezifischen Einzelfall zugeschnitten sein und eine integrierte Betrachtung aller wertbeeinflussenden Faktoren erfolgen. Insbesondere die Risikoanalyse und die sachgerechte Abbildung der hieraus folgenden Umstände sind von großer Bedeutung und können etwa durch Szenarioanalysen und Simulationen im Bewertungskalkül abgebildet werden.

Basiszins			
Datum	Stichtagswert	3-Monats-Mittel (ungerundet)	IDW-Empfehlung
31.12.2021	0,118%	0,076%	0,10%
31.01.2022	0,214%	0,068%	0,10%
28.02.2022	0,417%	0,176%	0,20%
31.03.2022	0,689%	0,360%	0,40%
30.04.2022	1,017%	0,575%	0,60%
31.05.2022	1,301%	0,825%	0,80%
30.06.2022	1,640%	1,222%	1,25%
31.07.2022	1,146%	1,382%	1,50%
31.08.2022	1,584%	1,431%	1,50%

Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie vergütet dem Investor das durch sein risikobehaftetes Investment übernommene Mehrrisiko im Vergleich zu einer risikolosen Kapitalanlage, d.h. Bundeswertpapiere. Sie stellt also die vom Investor geforderte (erwartete) Überrendite dar und drückt aus, wie hoch das Risiko des Investments am „Gesamtmarkt“ ist. Die Marktrisikoprämie ist nicht beobachtbar, sondern eine Differenzgröße der allgemeinen Marktrendite und dem risikolosen Zinssatz. Für die Praxis gibt der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW Empfehlungen zur Höhe der Marktrisikoprämie. Seit Oktober 2019 empfiehlt der FAUB eine Marktrisikoprämie im Intervall von 6,0 % bis 8,0 % vor persönlichen

Steuern bzw. 5,0 % bis 6,5 % nach persönlichen Steuern. Diese Empfehlung wird laufend überprüft. Aktuell sieht der FAUB keinen Anpassungsbedarf und empfiehlt weiterhin, sich an der genannten Bandbreite zu orientieren.

Innerhalb der vom FAUB empfohlenen Bandbreite hat der Unternehmensbewerter einen für den Bewertungsanlass und zum Bewertungsstichtag angemessenen Punktwert zu wählen.

Betafaktor

Die nachfolgenden Tabellen zeigen die Betafaktoren zum 31.08.2022 für unterschiedliche Branchen. Die dargestellten Betafaktoren enthalten auch das sich aus der Verschuldung der Unternehmen ergebende Finanzstrukturrisiko. Um die Betafaktoren für die Bewertung eines konkreten Unternehmens zu verwenden, ist eine Anpassung an die spezifische Situation geboten.

Sector	Beta	Total Beta
Automotive Industry	1,16	1,90
Basic Materials	0,95	1,94
Chemicals	0,87	1,61
Communication Services	0,53	1,32
Consumer Goods	1,05	1,80
Energy	1,00	2,86
Engineering & Construction	0,95	1,75
Food & Beverages	0,65	1,45
Healthcare	0,89	2,21
Industrials	0,99	1,93
Media	0,73	1,66
Service Industry	0,92	1,79
Software & IT Service	0,85	1,97
Technology	0,94	2,29
Trading	0,88	1,85
Transport & Logistic	0,99	1,88
Utilities	0,68	1,40

Insgesamt belaufen sich die Eigenkapitalkosten der aufgeführten Sektoren zum 31.08.2022 auf die nachfolgenden Werte.

	Kapitalkosten	
Sector	von	bis
Automotive Industry	8,3 %	10,7 %
Basic Materials	7,1 %	9,0 %
Chemicals	6,6 %	8,3 %
Communication Services	4,6 %	5,6 %
Consumer Goods	7,7 %	9,8 %
Energy	7,4 %	9,4 %
Engineering & Construction	7,1 %	9,0 %
Food & Beverages	5,3 %	6,6 %
Healthcare	6,7 %	8,5 %
Industrials	7,3 %	9,3 %
Media	5,8 %	7,2 %
Service Industry	6,9 %	8,7 %
Software & IT Service	6,5 %	8,2 %
Technology	7,0 %	8,9 %
Trading	6,7 %	8,4 %
Transport & Logistic	7,3 %	9,3 %
Utilities	5,5 %	6,8 %

Die außerordentliche Hauptversammlung der **innogy SE** im März 2020 hat die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin (E.ON Verwaltungs SE) gegen Zahlung einer Barabfindung beschlossen. Von dieser Maßnahme waren 10 Prozent aller Aktien der innogy SE betroffen. Zahlreiche betroffene Kleinaktionäre haben in der Folge beim zuständigen Landgericht Dortmund Anträge auf die Festsetzung einer höheren Barabfindung gestellt.

Das Landgericht Dortmund hat in diesem Jahr Herrn WP StB RA **Wolf A. Tönnes**, langjähriger Partner und nun Of Counsel unseres Hauses, zum gerichtlichen Sachverständigen in diesem Fall bestellt. Herr Tönnes ist beauftragt, ein schriftliches Sachverständigengutachten zu erstellen und das Gericht bei der Beurteilung der Angemessenheit der Höhe der beschlossenen Barabfindung im Rahmen des umwandlungsrechtlichen Squeeze-Out zu unterstützen.

ÜBER UNS

HLB Schumacher bietet mittelständischen Unternehmen ein ebenso umfassendes wie maßgeschneidertes Beratungsportfolio: Wirtschaftsprüfung, Steuerberatung, Rechtsberatung und Unternehmensberatung in einem integrierten Beratungsansatz.

Dabei setzen wir bewusst einen Gegenpol zur Arbeitsweise großer Gesellschaften: Wir beraten und begleiten unsere Mandanten persönlich, unkompliziert und lösungsorientiert. Und wenn es sein muss durchsetzungsstark.

KONTAKT

HLB Schumacher GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Steuerberatungsgesellschaft
An der Apostelkirche 4
48143 Münster
+49 251 28080

HLB Schumacher Leipzig GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Steuerberatungsgesellschaft
Burgplatz 7
04109 Leipzig
+49 341 21490

E-Mail: info@hlb-schumacher.de
www.hlb-schumacher.de

Alle Informationen und Angaben in diesem Rundschreiben haben wir nach bestem Wissen zusammengestellt. Sie erfolgen jedoch ohne Gewähr. Die Informationen in diesem Rundschreiben sind als alleinige Handlungsgrundlage nicht geeignet und können eine konkrete Beratung im Einzelfall nicht ersetzen. Wir bitten Sie, sich für eine verbindliche Beratung bei Bedarf direkt mit uns in Verbindung zu setzen. Durch das Abonnement dieses Rundschreibens entsteht kein Mandatsverhältnis.

Redaktionsschluss: 6.9.2022

HLB Schumacher is an independent member of HLB, the global audit, tax and advisory network.